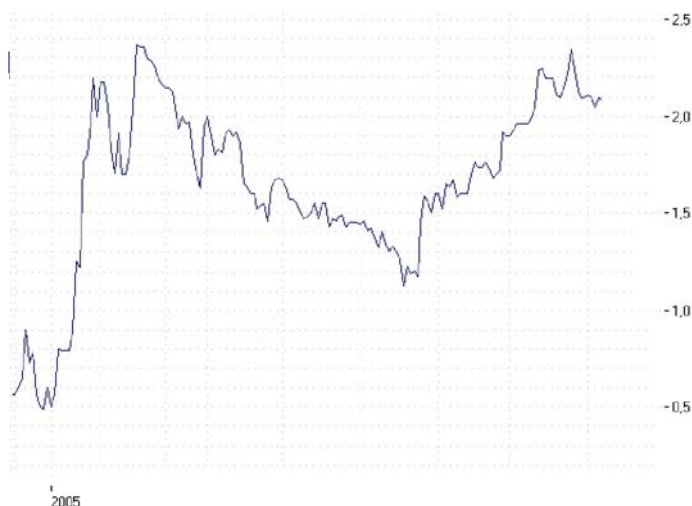


MATERNUS-Kliniken AG

09.12.2005

MATERNUS-Kliniken AG

Grund:	Ersteinschätzung
Risiko:	Spekulativ
Rating:	Kaufen
Fairer Wert:	3,05 EUR
Börsenkurs akt.:	2,19 EUR
ISIN:	DE0006044001
Reuters:	HLEG.DE
Bloomberg:	MAK
Internet:	www.maternus.de
Segment:	General Standard
Branche:	Gesundheit
Marktkapitalisierung:	24,26 Mio. EUR



	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	102,31	115,69	129,01	147,73	165,27	183,45
EBIT	20,88	6,13	7,71	10,84	13,00	14,99

in Mio. EUR

Highlights

- Hauptaktionär WCM stellt durch die Einbringung von Gesellschafterdarlehen in Höhe von 24 Mio. EUR als Sachkapitaleinlage in die geplante Kapitalerhöhung sowie mittels eines Verzichts auf Forderungen in Höhe von 18 Mio. EUR die Gesellschaft auf neue Beine. Mittelfristiges Ziel von WCM ist es, das Unternehmen an einen strategischen Investor zu verkaufen.
- Die 2004 begonnenen Restrukturierungsmaßnahmen zeigen in den ersten drei Quartalen positive Wirkungen. Die Kapazitätsauslastung im Segment Reha stieg von 59,5% auf 69,8%. Vor allem im 3. Quartal verbesserte sie sich auf rund 75%.
- Die betriebswichtige Größe der Bettenkapazität verbesserte sich per 30. September von 3.771 im Vorjahr auf nun 3.812. Das Unternehmen rechnet für die nächsten Jahre mit der Übernahme von rund 500 Betten pro Jahr im ertragreichen Pflegesegment. Als optimale betriebswirtschaftliche Größe hat sich der Konzern in seiner Strategie ein langfristiges Ziel von 5.000 bis 10.000 Betten gesetzt.

Anlageurteil

Durch die geplante Kapitalmassnahme und den Forderungsverzicht des Großaktionärs WCM wird die hohe Schuldenlast von MATERNUS deutlich gesenkt. Damit verschafft sich die Gesellschaft die nötigen finanziellen Spielräume für die Zukunft.

Die ab dem Jahr 2004 verfolgte Strategie des Unternehmens zeigte in den ersten drei Quartalen im Jahr 2005 erste Wirkungen. Im Rehabilitationsbereich konnte die Auslastung durch neue medizinische Konzepte um mehr als 10% gesteigert werden und durch die Eröffnung neuer Pflegeeinrichtungen konnte die Bettenanzahl auf 2.815 gesteigert werden. Die geplanten Neuprojekte im Bereich der Pflege lassen auf eine gute Wachstumsdynamik in der Zukunft schließen und geben dem Unternehmen die Chance sich in einem Wachstumsmarkt gut zu positionieren. Wir gehen davon aus, dass die zu erwartende Konsolidierung im Gesamtmarkt neue Akquirierungschancen für das Unternehmen bietet.

Unser Diskontierungs-Modell ermittelt mit diesen Prämissen einen fairen Wert von 3,05 EUR. Dies entspricht einem Kurspotenzial von 39%.

Unternehmensprofil

Die Wurzeln der MATERNUS Kliniken AG reichen bis ins 19. Jahrhundert zurück. Gegründet 1877 in Düsseldorf war die Vorgängergesellschaft, Hein Lehman AG, im Stahl- und Brückenbau tätig. Seit 1996 firmiert das Unternehmen als MATERNUS Kliniken AG, und seitdem konzentriert es sich im deutschen Gesundheitsmarkt auf die Bereiche Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen. Ein weiteres Standbein sind Rehabilitations-Kliniken. Die Stärke der Gruppe liegt den eigenen Angaben zufolge in einem marktorientierten Leistungsangebot, einem qualitativ hohen Leistungsniveau sowie in der konsequenten Bereitschaft zur Ausrichtung auf die Bedingungen des Gesundheitsmarktes. Insgesamt gehören 20 Einrichtungen zur Gruppe.

Neben der Übernahme von Betreibergesellschaften setzt die Gesellschaft dabei auch auf Neueinrichtungen. Im Oktober wurde ein Pachtvertrag für ein neues Pflegezentrum mit angeschlossenen Service-Wohnen in Gütersloh unterschrieben. Das Pflegeheim und das Haus für Service-Wohnen werden in der Innenstadt von Gütersloh auf dem ehemaligen Bartels-Gelände entstehen und Mitte 2007 bezugsfertig sein. Die Einrichtung ist nach modernsten Erkenntnissen als so genanntes Pflegeheim der 4. Generation geplant, in dem der Wohngruppen-Charakter im Vordergrund steht. Es wird unter anderem mit einem Wohnbereich ausgestattet sein, der speziell auf an Demenz erkrankte Bewohner spezialisiert ist. MATERNUS hat in diesem Zusammenhang mit anerkannten Experten ein Konzept entwickelt, mit dem von Demenz betroffene Personen optimal versorgt werden können. Dieses Konzept wird auch in der neuen Einrichtung eingesetzt. In unmittelbarer Nachbarschaft zu dem geplanten Pflegeheim entsteht ein Gebäude mit 28 komfortablen Apartments für Service-Wohnen, das ebenfalls von MATERNUS betrieben wird. Im Verlauf des Jahres 2005 wurde bereits das Maximilianstift in Leipzig eröffnet sowie der Grundstein für den Neubau eines Pflegeheimes in Hannover gelegt. Konzernweit sind 2.074 Mitarbeiter beschäftigt. Hauptaktionär ist mit 56,95% die WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG. Die restlichen 43,05% befinden sich im Free Float.

Wachstum durch Übernahmen
und Neueinrichtungen

Geschäftsbereiche

Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen

Das Kerngeschäft von MATERNUS ist mit einem Umsatzanteil von 75,6% per 30. September 2005 der Betrieb von Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen. Bundesweit betreibt die Gruppe in diesem Segment derzeit 18 Einrichtungen. Die regionalen Schwerpunkte liegen in Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und Sachsen. Mit 2.815 Betten und 1.647 Mitarbeitern zählt die Pflegesparte zu den wenigen großen Privatketten in Deutschland. Die MATERNUS Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen bieten ihren Bewohnern ein neues Zuhause einschließlich fachgerechter Pflege und Betreuung auf höchstem Niveau. Je nach Standort verfügen die Einrichtungen über Einzel- und Doppelzimmer, teilweise auch mit Balkon, die durch eigene Möbel ergänzt und nach eigenem Geschmack eingerichtet werden können. Die Betreuung wird in allen Häusern durch examinierte Fachkräfte gewährleistet, die von Pflegehelfern/innen unterstützt werden. Neben einer kompetenten pflegerischen und medizinischen Betreuung bieten die Häuser, je nach Einrichtung, umfangreiche und ansprechende Möglichkeiten zur Freizeitgestaltung.

Kerngeschäft
Pflegeeinrichtungen

Fach-/Reha-Kliniken

Zweites Standbein der MATERNUS Kliniken AG ist der Betrieb von Kliniken für Rehabilitations- und Anschlussheilbehandlungen. Zum Konzern gehören die MATERNUS-Klinik in Bad Oeynhausen sowie die Bayernwald-Klinik in Cham. Beide gehören auf Grund ihrer qualitativ hohen medizinisch-technischen Betreuungskonzepte, den neuesten Behandlungsmethoden und den vielfältigen Therapieangeboten zu den hochwertigen Kliniken in Deutschland. Erfahrene Teams – angefangen bei Ärzten, Schwestern, Bewegungstherapeuten bis hin zu den Mitarbeitern in der Physikalischen Therapie – begleiten die Patienten auf ihrem Weg der Genesung. Insgesamt sind hier 414 Mitarbeiter angestellt, die Kapazität liegt aktuell bei 997 Betten. Ein Problem des Geschäftsbereichs ist die für die gesamte Reha-Branche schwache Auslastung. Die Betten der beiden Einrichtungen waren 2004 nur zu 61,4% belegt, nach 73,3% im Vorjahr.

Management

Wolfgang Franz Stindl, Vorstandsvorsitzender

Die Leitung der MATERNUS Kliniken AG hat seit 2001 Wolfgang Franz Stindl (Jahrgang 1949) inne. Der Vorstandsvorsitzende ist verantwortlich für die Bereiche: Finanz- und Betriebswirtschaft, Senioren- und Pflege-Einrichtungen und Administration. Der gelernte Industriekaufmann war von 1969 bis 1974 Controller bei der DUNLOP AG in Hanau. Nach einem Studium an der Akademie der Arbeit Frankfurt von 1974 bis 1975 war er von 1976 bis 1997 bei der YMOS AG in Obertshausen beschäftigt. Davon in den Jahren 1976 bis 1986 als Controller. Bis 1997 dann als Abteilungsleiter, bzw. Zentralbereichsleiter in verschiedenen Funktionen des Finanz- und Rechnungswesens sowie als Aufsichtsrat bei Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien, Belgien und Großbritannien. 1998 war er Generalbevollmächtigter der JADO AG in Rödermark und ab 1999 Vorstandsmitglied bei der YMOS AG in Obertshausen. Zusätzlich war er 2000 Geschäftsführer der Georg Maier GmbH in Marktbergel.

Johannes Assfalg, Vorstand für den Bereich Rehabilitation

Mit Wirkung zum 1. März 2005 ist zudem Johannes Assfalg (Jahrgang 1952) Mitglied des Vorstands. Er übernahm die Leitung des Konzernbereichs Rehabilitation. Zuvor war der Dipl.-Verwaltungswissenschaftler von 2004 bis 2005 Geschäftsführer der Gesellschaft MATERNUS für Rehabilitation GmbH & Co. KG in Bad Oeynhausen. Vor 2004 war er in Unternehmen tätig, die nicht zum MATERNUS-Konzern gehörten: Von 1982 bis 1999 in den Kliniken Schmieder in Allensbach als Personalleiter und von 1983 an als Mitglied der Geschäftsführung. Danach leitete er von 1999 bis 2001 das Klinikum für Medizinische Rehabilitation in Bad Krozingen und war von 2001 bis 2003 Regionaldirektor und Geschäftsführer der Sana Kliniken Gesellschaft mbH in München. Bis zu seiner Tätigkeit in der MATERNUS-Gruppe war er von 2003 bis 2004 Berater für Einrichtungen des Gesundheitswesens.

Geschäftsentwicklung und Strategie

Restrukturierungsmaßnahmen

Der Vorstand von MATERNUS hat ein langfristiges strategisches Programm gestartet, das durch den Umbau der Finanzen und der Restrukturierung der Geschäftsbereiche für die notwendige Rentabilität sorgen soll.

Pflege

Die Strategie im Bereich der Pflege besteht aus den drei Säulen Expansion, Qualität und Spezialisierung. Es ist geplant, fünf bis sechs neue Einrichtungen pro Jahr zu eröffnen und damit den profitablen Geschäftsbereich weiter auszubauen.

Im Jahr 2005 wurde ein Pflegezentrum in Leipzig mit 60 Betten errichtet. Die Auslastung lag zum 30.09.05 bei über 80%. Bisher sind sieben weitere Pflegezentren in Deutschland für die nächsten zwei Jahre geplant. Die zusätzliche Bettenanzahl wird sich insgesamt auf über 700 Betten belaufen. Durch Verbesserung möchte das Unternehmen eine überdurchschnittliche Pflegequalität erreichen und sich damit von anderen, zumeist öffentlichen Einrichtungen, abgrenzen. Die Spezialisierung auf Rahmenkonzeptionen für Krankheiten wie Demenz, Sucht, Multiple Sklerose und Wachkoma verspricht die Besetzung von Nischen, was sich in ähnlicher Weise im Rehabilitationsbereich bewährt hat.

Kerngeschäft
Pflegeeinrichtungen

Reha

Mit der Umstrukturierung des Bereiches Rehabilitation wurde bereits Mitte des Jahres 2003 begonnen. Ziel ist es, eine höhere Auslastung der beiden Reha-Kliniken sowie Qualitätsverbesserungen zu erreichen. Darüber hinaus soll das Beziehungsmanagement zu den Kostenträgern in diesem Bereich weiter ausgebaut werden. Durch die Spezialisierung auf weiterführende medizinische Konzepte konnte die Auslastungsquote innerhalb der ersten drei Quartale von 59,5% auf 69,8% gesteigert werden. Zielquote ist eine Auslastung von 90% langfristig zu erreichen.

Umbau des Reha-Bereichs

Kapitalmaßnahmen

Die Ergebnisse der Gesellschaft werden durch hohe Verbindlichkeiten belastet, die aus Kreditverträgen mit dem Großaktionär WCM resultieren. Zum Ende des dritten Quartals belief sich der Gesellschafterkredit auf 54,6 Mio. EUR.

Am 28.11.2005 hat die Gesellschaft beschlossen, das Grundkapital auf bis zu 73.861.065 EUR zu erhöhen. Die 18.465.265 Aktien werden zu einem Preis von 2,50 EUR ausgegeben. Den Altaktionären wird ein Bezugsrecht von drei alten zu fünf neuen Aktien gewährt.

Der Aktionär WCM hat die Möglichkeit, die Kapitalerhöhung mittels einer Sacheinlage wahrzunehmen, was die Schulden der Gesellschaft signifikant senken würde. Eine vollständige Zeichnung der möglichen 9,84 Mio. Aktien durch WCM würde eine Senkung des Gesellschafterdarlehens von 54,6 Mio. EUR auf 30,4 Mio. EUR zur Folge haben. Darüber hinaus hat sich WCM zu einem Forderungsverzicht von 18 Mio. EUR verpflichtet, der im Jahr 2005 zu einem außerordentlichen Ertrag führt. Trotz der momentanen Notierung der

Forderungsverzicht
von WCM über 18 Mio. EUR

Aktie unter dem Ausgabepreis, hat sich WCM dazu bereit erklärt, die Einbringung der Sachleistungen zu einem Preis von 2,50 EUR pro Aktie durchzuführen.

WCM plant mittelfristig den Verkauf an strategischen Investor

Das Interesse von WCM bei dieser Kapitalmassnahme ist die bilanzielle und operative Gesundung des Unternehmens. Mittelfristig ist es das erklärte Ziel des Großaktionärs, die Beteiligung an einen strategischen Investor zu verkaufen.

Die erfolgreiche Durchführung der Kapitalmaßnahmen wird mit den o.g. Prämissen eine jährliche Ersparnis des Kapitaldienstes von 2,35 Mio. EUR zur Folge haben und verschafft damit die notwendige finanzielle Entlastung.

Kapazitätsausbau

Bis zu 500 neue Betten pro Jahr geplant

Nach der Inbetriebnahme des Maximilian-Stifts in Leipzig 2005 und auf Grund von Umbaumaßnahmen zur Verbesserung der Attraktivität im Segment Seniorenwohn- und Pflegeeinrichtungen, erhöhte sich die Bettenkapazität per 30. September von 3.771 im Vorjahr auf nun 3.812. Aufgestockt hat die Gesellschaft ihre Kapazität in den vergangenen Jahren vor allem durch Zukäufe. Und dieser Trend soll sich auch künftig fortsetzen. So rechnet das Unternehmen für die nächsten Jahre mit der Übernahme von rund 500 Betten pro Jahr im ertragreichen Pflegesegment. Als optimale betriebswirtschaftliche Größe hat sich der Konzern in seiner Strategie ein langfristiges Ziel von 5.000 bis 10.000 Betten gesetzt.

Markt und Wettbewerber

Altenpflege

Erhebliche Alterung der Gesellschaft erwartet

Der Markt für Altenpflege wird in der Zukunft kontinuierliche Wachstumsraten aufweisen können. Die demographische Entwicklung zeigt auf, dass im Jahr 2050 die Hälfte aller Deutschen älter als 48 Jahre sein wird und ein Drittel älter als 60 Jahre. Das Statistische Bundesamt schätzt in einer Hochrechnung zur zukünftigen Bevölkerungsentwicklung in Deutschland, dass der Anteil der über 60-Jährigen an der Gesamtbevölkerung von derzeit 33,2% (2001) bis zum Jahr 2050 auf über 48,8% steigen wird.

Der für den Bereich der Altenpflege besonders relevante Bevölkerungsanteil der über 70-Jährigen soll noch eine größere Wachstumsdynamik aufweisen. Hier wird sich die Zahl bis 2020 um 4,8 Millionen und bis 2050 um weitere 6,4 Millionen Personen von 5% auf 12,1% mehr als verdoppeln. Die Pflegewahrscheinlichkeit in dieser Altersgruppe liegt je nach Geschlecht zwischen 12-19% und steigt auf über 60% bei den über 90-Jährigen. Die Zahl der Pflegebedürftigen wird demnach von derzeit 1,9 Mio. auf 3,1 Mio. bis zum Jahr 2030 ansteigen.

Für die ambulante Pflege gehen die Schätzungen nur von einem sehr leichten Anstieg aus, während das Wachstum vor allem im stationären Bereich zu finden sein wird. Dies resultiert aus der prognostizierten Zunahme von Schwerstpflegebedürftigen, welche stationär versorgt werden müssen. Gegenwärtig sind ca. 650.000 Personen in stationärer Pflege untergebracht. Die Schätzungen gehen davon aus, dass bis 2050 die Zahl auf 1,57 Mio. steigen wird.

Flankierend dazu befindet sich die Rolle der Frau in der Gesellschaft seit Ende der 60er Jahre in einem beständigen Wandel, welcher bis heute nicht abgeschlossen ist. Die in der Vergangenheit eher familienorientierte Frau, welche nach der Kindererziehung die Betreuung pflegebedürftiger Familienangehöriger übernommen hat, scheint in modernen Industriegesellschaften ein Auslaufmodell zu sein. Heute sind noch 80% der Pflegepersonen in Privathaushalten weibliche Familienangehörige, die in naher Zukunft diese Rolle nicht mehr übernehmen können oder wollen. Von 1992 bis 1999 hat sich die Erwerbsquote von Frauen im Alter von 15 bis 65 Jahren um fast 10% erhöht. Die Erwerbsquote in der für die Pflege relevanten Altersgruppe der 40 bis 50-Jährigen lag 1999 bei über 75%. Experten rechnen bis 2020 mit einer weiteren Zunahme der Erwerbstätigkeit von Frauen um nochmals 7%.

Rolle der Frau ändert sich zunehmend

Wie bei allen Prognosen unterliegen auch diese Schätzungen natürlichen Fehlerschwankungen. Demographische Prognosen gelten aber als besonders stabil und sicher, da sich hier die Trends in langsamen Perioden vollziehen.

Demographische Prognosen gelten als besonders stabil

Rehabilitation

Anders stellt sich die Situation im Geschäftsbereich der Rehabilitation dar. Durch den Sparzwang des Gesundheitswesens wurden schon ab dem Jahr 1996 verschiedene Maßnahmen eingeleitet, die den Markt haben einbrechen lassen. Zu diesen gehörten die Reduktion der regulären Reha-Dauer von vier auf drei Wochen, die Erhöhung des Zeitintervalls zwischen Reha-Aufenthalten von drei auf vier Jahre sowie eine Erhöhung der Zuzahlung der Patienten. Die Überkapazitäten stiegen von 16% im Jahr 1996 auf über 38% im darauf folgenden Jahr. Zwar hat sich die Lage in den letzten Jahren entspannt. Mit annähernd 30% sind die Überkapazitäten aber immer noch wesentlich höher als vor der Reform. Gleichzeitig hat sich die Bettenkapazität nicht wesentlich verändert und liegt stabil bei 190.000 Betten.

30% Überkapazität im Reha-Markt

Den größten Teil des Angebots stellen private Träger mit 129.000 Betten, öffentliche und gemeinnützige Organisationen in diesem Bereich stellen lediglich 61.000 Betten zur Verfügung.

Durch die Einführung der pauschalisierten Abrechnung im akut-stationären Betrieb mittels diagnosebezogenen Fallgruppen, welche ab dem Jahr 2004 mit Übergangsfristen bis 2008 eingeführt worden sind bzw. werden, ergeben sich neue Perspektiven im Reha-Bereich. Die Einführung der Fallpauschalen wird zu einer kürzeren Verweildauer in den Akut-Krankenhäusern und zu einer schnelleren Anschlussheilbehandlung in den Reha-Kliniken führen.

Neue Abrechnungsbedingungen eröffnen Chancen

Umsatz/Ertrag

Der Segmentumsatz im Bereich der Rehabilitation verringerte sich im Jahr 2004 um 14,5% von 26,2 auf 22,4 Mio. Euro. Gleichzeitig fiel ein EBITDA von minus 2,3 Mio. Euro an. Das EBIT lag bei minus 3,7 Mio. Euro, und der Sparten-Fehlbetrag summiert sich auf 6,9 Mio. Euro. In den ersten neun Monaten des Jahres 2005 sieht es dagegen deutlich besser aus.

Die Kapazitätsauslastung stieg von 59,5% auf 69,8%. Vor allem im 3. Quartal sprang sie auf rund 75% kräftig nach oben. Insbesondere die am Markt überzeugend positionierten neuen medizinischen Konzepte sorgten für diesen Anstieg. Die Umsätze des Bereichs erhöhten sich von Januar bis September durch die gestiegene Auslastung von 16,9 auf 18,7 Mio. Euro.

Kapazitätsauslastungen merklich gestiegen

Gleichzeitig fiel ein EBITDA von 4,7 Mio. Euro an, und auch das EBIT mit 4,7 Mio. Euro lag im positiven Terrain. Unter dem Strich gab es einen kleinen Nachsteuerverlust von 0,2 Mio. Euro.

Der Umsatz des Segments Pflege erreichte 2004 mit 76,9 Mio. Euro in etwa das Vorjahresniveau (bereinigt um das verkaufte und entkonsolidierte Seniorenstift Falkenhöh). Gleichzeitig lag die Auslastung mit 93,3% nur leicht unter dem sehr hohen Niveau des Vorjahres von 94,3%. Zudem ist das Kerngeschäft hochprofitabel. Deutlich wird dies an den Ergebniskennzahlen. Im Geschäftsjahr 2004 erreichte das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) 11 Mio. Euro und die EBITDA-Marge 14,3%. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag bei 9,6 Mio. Euro, was einer stolzen EBIT-Marge von 12,5% entspricht. Unter dem Strich erzielte MATERNUS in dieser Sparte einen Überschuss von 0,3 Mio. Euro.

EBIT-Marge von 12,5% in 2004

Ähnlich gut fielen auch die Zahlen für die ersten neun Monate 2005 aus. Von Januar bis September lag die Kapazitätsauslastung bei 92,9%, nach 93,3% im Vorjahr. Der Umsatz erhöhte sich von 57,9 auf 58 Mio. Euro. Das EBITDA lag bei 8,9 Mio. Euro, und die EBITDA-Marge erreichte 15,3%. Das EBIT summiert sich auf 6,2 Mio. Euro, die Marge erreichte 10,7%. Nach Steuern trug der Pflegebereich 4,2 Mio. Euro zum Konzernergebnis bei.

Bewertung

Der durchschnittliche Umsatz pro belegtem Pflege-Bett lag bei MATERNUS in den letzten Jahren zwischen 80-83 EUR, für unser Bewertungsmodell gehen wir von 81 EUR pro Tag ab dem Jahr 2005 aus. Für die darauf folgenden Jahre gehen wir nur von einer inflationsbedingten Steigerung der Pflegesätze aus, da mögliche Änderungen der Pflegesätze im Rahmen von zukünftigen Gesundheitsreformen schwer prognostizierbar sind. Sollte der Gesetzgeber in Deutschland das Gesundheitswesen marktwirtschaftlicher ausrichten, ist tendenziell mit weit höheren Pflegesätzen zu rechnen. Vergleichbare Unternehmen im angelsächsischen Raum erzielen Pflegesätze von bis zu 135 EUR pro Tag. Die Auslastung ist mit 93% noch unter dem marktüblichen Satz, hier erwarten wir eine kurzfristige Steigerung auf 95%.

Die Strategie des Vorstandes sieht vor, mit fünf bis sechs neuen Pflege-Einrichtungen pro Jahr zu expandieren. Wir gehen von einer durchschnittlichen Anzahl von 100 Betten pro Einrichtung aus. Die Expansion soll mittels Neueröffnungen und Akquisitionen durchgeführt werden. Für die kommenden zwei Jahre sind zusätzliche Kapazitäten von 328 Pflegebetten fest eingeplant. Das Unternehmen prüft derzeit weitere Neubauprojekte und Akquisitionsobjekte mit insgesamt 400 Betten. Wir erwarten den jährlichen Zuwachs von 500 Betten erst ab dem Jahr 2008 und gehen vorher in unserer Einschätzung von einem Wachstum von nur 300 Betten pro Jahr aus. Aus Gründen der Vorsicht vermindern wir das Wachstum nach 2010 auf 350 bzw. 150 Betten. Für den Rehabilitationsbereich gehen wir wie das Management von keinem Wachstum in der Bettenzahl aus, sondern rechnen nur mit einer Steigerung der Auslastung auf 85% ab dem Jahr 2008. Ab dem Jahr 2013 beginnt die Berechnung des Terminal Values. Das ewige Wachstum setzen wir konservativ mit 1,5% an, was unter der prognostizierten Marktentwicklung liegt. Wir gehen davon aus, dass 11 Mio. neue Aktien im Rahmen der Kapitalerhöhung gezeichnet werden und kommen damit auf eine Berechnungsgrundlage von 22.079.161 Aktien.

Die detaillierte Gewinn- und Verlustprognose ist den folgenden Seiten zu entnehmen.

Die Basis zur Ermittlung des fairen Wertes von MATERNUS stellt ein Diskontierungs-Modell dar, welches auf der detaillierten Gewinn- und Verlustprognose basiert.

Als risikolosen Zinssatz haben wir für unser DCF-Modell 3,75% und eine erwartete Rendite des Aktienmarktes von zehn Prozent angenommen. Die gewichteten Kapitalkosten (WACC) schätzen wir bei 10,12% ein.

Unser Diskontierungs-Modell ermittelt mit diesen Prämissen einen fairen Wert von 3,05 EUR. Dies entspricht einem Kurspotenzial von 39%.

Fairer Wert
von 3,05 EUR

Ausblick

Durch die geplante Kapitalmaßnahme und den Forderungsverzicht des Großaktionärs WCM wird die hohe Schuldenlast von MATERNUS deutlich gesenkt. Damit verschafft sich die Gesellschaft die nötigen finanziellen Spielräume für die Zukunft.

Die ab dem Jahr 2004 verfolgte Strategie des Unternehmens zeigte in den ersten drei Quartalen im Jahr 2005 erste Wirkungen. Im Rehabilitationsbereich konnte die Auslastung durch neue medizinische Konzepte um mehr als 10% gesteigert werden, und durch die Eröffnung neuer Pflegeeinrichtungen konnte die Bettenanzahl auf 2.815 erhöht werden. Die geplanten Neuprojekte im Bereich der Pflege lassen auf eine gute Wachstumsdynamik in der Zukunft schließen und geben dem Unternehmen die Chance, sich in einem Wachstumsmarkt gut zu positionieren. Wir gehen davon aus, dass die zu erwartende Konsolidierung im Gesamtmarkt neue Akquirierungschancen für das Unternehmen bietet.

MATERNUS-Kliniken AG

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung in Mio. EUR

	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatzerlöse	103,01	105,81	105,33	99,33	102,31	115,69	129,01
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviert Eigenleistungen	0,09	0,07	0,04	0,06	0,02	0	0
Gesamtleistung	103,1	105,88	105,37	99,39	102,32	115,69	129,01
Materialaufwand	-18,79	-19,55	-19,22	-17,93	-18,29	-20,25	-22,32
in % der Gesamtleistung	18,22%	18,46%	18,24%	18,04%	17,87%	17,50%	17,30%
Personalaufwand	-54,84	-57,02	-57,71	-56,01	-56,57	-62,47	-69,66
in % der Gesamtleistung	53,19%	53,85%	54,77%	56,35%	55,28%	54,00%	54,00%
Sonstig. betriebliche Erträge	3,08	5,91	9,51	6,64	26,02	5,57	5,52
in % der Gesamtleistung	2,99%	5,58%	9,03%	6,68%	282,79%	4,82%	4,28%
Sonstig. betriebliche Aufwendungen	-22,91	-24,6	-23,43	-25,13	-25,08	-27,33	-29,79
in % der Gesamtleistung	22,22%	23,23%	22,23%	25,28%	24,51%	23,63%	23,09%
Sonstige Steuern	-0,17	-0,16	-0,18	-0,17	0	0	0
in % der Gesamtleistung	-0,16%	-0,15%	-0,17%	-0,17%	0,00%	0,00%	0,00%
EBITDA	9,48	10,47	14,35	6,8	26,02	11,21	12,75
EBITDA-Wachstum	n/a	10,44%	37,08%	-52,62%	282,79%	39,81%	13,72%
in % der Umsatzerlöse	9,20%	9,89%	13,62%	6,84%	25,43%	9,69%	9,88%
Abschreibungen	-6,65	-7,99	-36,84	-5,77	-5,14	-5,08	-5,03
EBIT	2,83	2,48	-22,5	1,03	20,88	6,13	7,71
EBIT-Wachstum	n/a	-12,38%	-1007,92%	-104,57%	180,65%	112,50%	25,93%
in % der Umsatzerlöse	2,75%	2,34%	-21,36%	1,03%	20,41%	5,29%	5,98%
Beteiligungsergebnis	0,03	0,37	0	0	0	0	0
Zinsergebnis	-8,13	-7,62	-8,12	-7,58	-7,56	-4,78	-4,57
Übrige finanzielle Aufw. und Ertr.	0,5	0,33	0,22	0,44	0,3	0	0
Finanzergebnis	-7,6	-6,92	-7,9	-7,14	-7,26	-4,78	-4,57
in % der Umsatzerlöse	-7,37%	-6,54%	-7,50%	-7,19%	-7,10%	-4,13%	-3,54%
EBT	-4,77	-4,44	-30,4	-6,11	13,62	1,34	3,15
in % der Umsatzerlöse	4,63%	4,20%	28,86%	6,15%	13,31%	1,16%	2,44%
Außerordentlicher Ertrag	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	-4,77	-4,44	-30,4	-6,11	13,62	1,34	3,15
in % der Umsatzerlöse	-4,63%	-4,20%	-28,86%	-6,15%	13,31%	1,16%	2,44%
EE-Steuern	-0,28	-0,02	-4,29	-0,14	-0,1	-0,1	-0,1
EE-Steuerquote	5,84%	0,48%	14,13%	2,23%	0,73%	7,44%	3,18%
Jahresüberschuss	-5,05	-4,47	-34,69	-6,25	13,52	1,24	3,05
Jahresüberschuss-Wachstum	n/a	-11,52%	676,82%	-81,99%	216,44%	-127,77%	144,95%
in % der Umsatzerlöse	-4,90%	-4,22%	-32,94%	-6,29%	13,22%	1,07%	2,36%
Bereinigungspositionen	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Anteilen Dritter	-5,05	-4,47	-34,69	-6,25	13,52	1,24	3,05
in % der Umsatzerlöse	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	0,05	-0,22	2,69	-0,76	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	-5	-4,69	-32	-7,01	13,52	1,24	3,05

* beinhaltet einmaligen Forderungsverzicht von WCM über 18 Mio. EUR

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung in Mio. EUR

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	147,73	165,27	183,45	197,57	205,74
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	147,73	165,27	183,45	197,57	205,74
Materialaufwand	-25,11	-28,1	-31,19	-33,59	-34,97
in % der Gesamtleistung	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Personalaufwand	-79,77	-89,24	-99,07	-106,69	-111,10
in % der Gesamtleistung	54,00%	54,00%	54,00%	54,00%	54,00%
Sonstig. betriebliche Erträge	5,46	5,41	5,35	5,30	5,25
in % der Gesamtleistung	3,70%	3,27%	2,92%	2,62%	2,36%
Sonstig. betriebliche Aufwendungen	-32,47	-35,4	-38,58	-41,67	-43,34
in % der Gesamtleistung	21,98%	21,42%	21,03%	21,09%	21,06%
Sonstige Steuern	0	0	0	0	0
in % der Gesamtleistung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBITDA	15,83	17,94	19,97	20,92	21,57
EBITDA-Wachstum	24,17%	13,32%	11,35%	4,78%	3,10%
in % der Umsatzerlöse	10,71%	10,85%	10,89%	10,59%	10,49%
Abschreibungen	-4,98	-4,93	-4,98	-5,03	-5,08
EBIT	10,84	13,00	14,99	15,89	16,49
EBIT-Wachstum	40,59%	19,89%	15,27%	6,03%	3,77%
in % der Umsatzerlöse	7,34%	7,87%	8,17%	8,04%	8,02%
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0
Zinsergebnis	-4,36	-4,34	-4,23	-4,04	-3,86
Übrige finanzielle Aufw. und Ertr.	0	0	0	0	0
Finanzergebnis	-4,36	-4,34	-4,23	-4,04	-3,86
in % der Umsatzerlöse	2,95%	2,63%	2,31%	2,05%	1,88%
EBT	6,48	8,66	10,75	11,85	12,63
in % der Umsatzerlöse	4,39%	5,24%	5,86%	6,00%	6,14%
A.o. lt. Geschäftsbericht	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	6,48	8,66	10,75	11,85	12,63
in % der Umsatzerlöse	4,39%	5,24%	5,86%	6,00%	6,14%
EE-Steuern	-0,1	-0,1	-0,1	-4,62	-4,93
EE-Steuerquote	1,54%	1,15%	0,93%	39,00%	39,00%
Jahresüberschuss	6,38	8,56	10,65	7,23	7,71
Jahresüberschuss-Wachstum	109,61%	34,06%	24,48%	-32,16%	6,61%
in % der Umsatzerlöse	4,32%	5,18%	5,81%	3,66%	3,75%
Bereinigungspositionen	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Anteilen Dritter	6,38	8,56	10,65	7,23	7,71
in % der Umsatzerlöse	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	6,38	8,56	10,65	7,23	7,71

Bewertungsskalierung:

Die Einstufung unserer Empfehlungen erfolgt mittels einer fünfstufigen Skala.

Empfehlung	erwartete Kursentwicklung
Kaufen	größer 15%
Akkumulieren	größer 5% kleiner gleich 15%
Neutral	zwischen -5% und +5%
Reduzieren	zwischen -5% und -15%
Verkaufen	größer -15%

Soweit nicht anders angegeben, handelt es sich bei dem Anlageurteil um einen Anlagehorizont von mindestens 12 Monaten und bei den veröffentlichten Börsenkursen um Vortageskurse zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Analyse.

Risikobewertung:

Die Risikobewertung entspricht der Einschätzung des Analysten hinsichtlich der fundamentalen Faktoren und erwarteten Kursschwankungen. Die Bewertung erfolgt in einer vierstufigen Skalierung: Niedrig, Mittel, Hoch, Spekulativ.

Corporate Governance-Analyse:

Die Einstufung des Ergebnisses der Corporate Governance-Analyse erfolgt mittels einer vierstufigen Skala.

Bewertung	Score
Sehr gut	90%-100%
Gut	80%-89%
Befriedigend	70%-79%
Unzureichend	<70%

Disclaimer/Urheberrecht:

Eine Vervielfältigung bedarf der schriftlichen Genehmigung der finanzpark AG. Die finanzpark AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen.

Die Dokumente stellen keine Aufforderung zu irgendeiner Transaktion irgendeines Wertpapiers, Option, Futures, Derivates oder sonstigen Investments dar. Alle Aussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und es ist nicht auszuschließen, dass die zum Ausdruck gebrachten Meinungen sich ohne Ankündigung ändern oder geändert haben. Alle Empfehlungen sind unverbindlich und stellen keine auf eine individuelle Anlagestrategie bezogene Anlageberatung dar. Eine Gewährleistung auf Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der verwendeten Quellen, Informationen und Meinungen wird nicht übernommen. Weder die finanzpark AG noch die bewerteten Unternehmen oder eine andere Person haftet für einen Schaden, der sich aus der Verwendung dieser Dokumente ergibt.

Sonstige Angaben gemäß §34b WpHG und FinAnV

Die Autoren dieser Analyse sind Thomas Uhlig und Jörn Grunert, CEFA. Die finanzpark AG ist für die Erstellung der Finanzanalyse verantwortlich.

In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die finanzpark AG folgende Analysen in der vorliegenden Form über das Unternehmen erstellt:

Datum	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
keine		

Derzeit sind keine Aktualisierungen der vorliegenden Analyse geplant.

Im Rahmen der Erstellung dieser Analyse können folgende Interessenkonflikte entstehen.

1. Diese Analyse wurde im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt.
2. Diese Analyse wurde dem Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und berechnigte Einwände wurden korrigiert.
3. Die finanzpark AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen halten eine Long- oder Shortposition der Aktien des analysierten Unternehmens.
4. Der Ersteller und/oder mitwirkende Personen der Analyse halten eine Long- oder Shortposition der Aktien des analysierten Unternehmens.
5. In anderen Publikationen der finanzpark AG wurde das Unternehmen innerhalb der letzten 14 Tage zum Kauf oder Verkauf empfohlen.

In der vorliegenden Analyse sind folgende o.g. potenzielle Interessenkonflikte gegeben: 2